2026 年 04 月 11 日

Web3 行业研究

买入（首次评级）

行业深度研究

证券研究报告

电子组
分析师：王倩雯（执业 S1130525070010） 分析师：樊志远（执业 S1130518070003）
wang_qianwen@gjzq.com.cn fanzhiyuan@gjzq.com.cn

万物交易所趋势下的全球加密交易所比较研究

投资逻辑

在梅特卡夫定律之下，每个交易所都有扩大交易资产品类，建设资金及资产端生态的动力。过往各类交易所泾渭分明的格局正在被打破，资产类型交易边界逐渐模糊是目前全球交易所都在发生的深刻变化。加密行业的资金端与资产端正在共同快速构建链上交易生态，覆盖品类从传统的加密货币现货与衍生品，延伸到代币化股票及 ETF、代币化基金、房地产等 RWA、代币化股权、预测事件等。传统交易所也在逐步拥抱链上资产，其他赌场、银行或支付平台等机构也在加入链上交易生态。

商业模式方面，传统交易所多依靠数据或数据衍生产品收费，交易佣金较少。传统券商的营收多来自于利息收入及交易佣金，模式与加密交易所更加类似，但加密交易所当前更依靠交易收入、大型的传统券商以利息收入为主。相较传统券商，加密交易所具有零售交易费率高、换手率高等特点。2024 年加密货币现货成交额约 16.5 万亿美元、美股成交额约为 42.6 万亿美元，若加密货币按照 0.05%的机构交易费率、美股按照 0.02%的机构交易费率进行计算，2024 年加密市场的现货交易佣金约为美股现货交易佣金的 97%。至 2025 年，第一大交易所币安已覆盖超过 3 亿用户，现货交易额为 7.1 万亿美元，占总成交额的 29.5%，市场格局较为集中。除了现货及衍生品交易等传统券商业务，加密货币交易所也向类银行业务延伸，将资金与资产在同一平台上进行运营。

我们选取了 7 家位于美国和中国香港的代表性加密交易所，从营收结构、业务模式及万物交易所策略方面进行对比分析。Coinbase 是美国现货交易额排名前三的加密货币交易所，2025 年现货交易额共计 1.2 万亿美元，月活跃用户 920 万人。2026 年，公司将发展万物交易所列为首要任务，目前公司已支持股票、基金、RWA 资产、大宗商品、预测市场、支付、加密一级市场等交易。Bullish 定位于机构级加密基础设施，采取自营做市模式，未平仓的 BTC 期权份额位列全球第二。此外，Bullish 拥有头部加密媒体 CoinDesk，未来发展机遇在于为美国及全球 RWA 资产提供发行、做市及数据基准服务，并计划于 2026 年发行代币化证券。Robinhood 的期权及加密货币业务近年已超过股票交易。2025 年 Robinhood 加密货币交易营收约为 9.0 亿美元，约为同年 Coinbase 的 22.2%。此外，Robinhood 已为欧洲用户提供代币化美国股票、ETF 以及私募股权交易，目前已支持超过 2,000 只美国股票及 ETFs。Gemini 是一家经营区域和业务均处于转型期的中小交易所，以求释放资本，专注于加密交易、信用卡和预测市场业务，下一阶段计划推出美国股票交易。Figure 是一家 RWA 发行、交易、证券化的一站式服务平台，专注房屋抵押贷款，未来也可基于物业租金、汽车贷款、股权和股票 RWA 进行发行与交易。至 2026 年 4 月 9 日，RWA 市场规模约 292 亿美元，Figure 占比 56.7%。2024 年 Hashkey 占中国香港加密货币成交额的 75%，未来也预计开展金融产品、房地产、供应链 RWA 的发行、交易、理财销售等。至 2025 年底，Hashkey 部署的 11 种代币化产品的总值约 20 亿港元。OSL 正在从立足中国香港的数字资产交易所转型为全球加密支付及交易平台，目前正加速全球布局，并将更多资源向支付业务倾斜。

投资建议

无论是加密交易所、传统交易所还是传统券商，都在资产端以及资金端构建链上交易能力、扩充交易品类、拓展地理范围，从而提升整个交易网络的价值。当前万物交易所的发展仍处于早期阶段，加密交易所仍受到加密行业周期波动的影响，我们认为加密周期的影响会随着未来预测事件、代币化股票、RWA 等资产品类的扩充而减小。相关标的：Robinhood、Coinbase、Figure、Hashkey、OSL、Bullish、Gemini。

风险提示

全球宏观流动性风险，全球 Web3 监管政策变化，网络安全风险，金融衍生品风险，Web3 机构法律合规风险。

内容目录

1. 万物交易所：传统交易所与加密交易所相向而行 4
1.1 Everything Exchange——梅特卡夫定律（Metcalfe's Law）之下的必然 4
1.2 传统交易所与加密交易所相向而行 4
2. 加密交易所商业模式分析 5
3. 上市加密交易所对比 8
3.1 Coinbase：将发展"Everything Exchange"列为首要任务 8
3.2 Bullish：深度做市的机构交易平台，未来发展机遇在于 RWA 及指数 11
3.3 Robinhood：资产端拓展股票及事件交易，资金端以会员及 IRA 增强粘性 12
3.4 Gemini：聚焦美国加密市场，拓展信用卡、预测市场及股票交易业务 15
3.5 Figure：独特的 RWA 发行、交易及证券化平台 17
3.6 Hashkey：中国香港头部交易所，发力 RWA 领域 18
3.7 OSL：向全球加密支付及交易平台转型 20
4. 小结及投资建议 21
5. 风险提示 22

图表目录

图表 1： 梅特卡夫定律在交易所场景的演绎 4
图表 2： 传统交易所与加密交易所相向而行 4
图表 3： 加密交易所与纳斯达克交易所的商业模式对比 5
图表 4： 加密货币交易所与传统金融机构现货及衍生品交易对比 6
图表 5： 头部加密交易所对比 7
图表 6： 2026 年 3 月，BTC 期权成交额市占率 8
图表 7： 2026 年 3 月，ETH 期权成交额市占率 8
图表 8： Coinbase 分区域营收（单位：亿美元） 8
图表 9： 北美头部交易所现货交易额（单位：十亿美元） 8
图表 10： Coinbase 2025 年营收结构拆分 9
图表 11： Coinbase 各项业务说明 9
图表 12： Coinbase 成交额与 BTC 价格正相关 9
图表 13： Coinbase 分发费用分成占 Circle 总分发费用的 80%以上 10
图表 14： USDC 在 Coinbase 平台的分发占比逐渐提升 10
图表 15： 近年 Coinbase 大幅提升客户的 USDC rewards 返利（单位：亿美元） 10

图表 16： 2025 年 Coinbase 的质押收益率约为 3.0% 10
图表 17： Coinbase 万物交易所策略 11
图表 18： Bullish 经调整营收结构拆分（单位：百万美元） 12
图表 19： Bullish 交易结构及整体交易费率（单位：十亿美元） 12
图表 20： Robinhood 近年营收结构拆分（单位：亿美元） 13
图表 21： Robinhood 月活跃用户及平台资产规模（单位：十亿美元） 13
图表 22： Robinhood 近年交易业务拆分（单位：亿美元） 13
图表 23： Robinhood 分业务交易量及佣金拆分 13
图表 24： Robinhood 近年利息相关业务收入拆分（单位：百万美元） 14
图表 25： Robinhood 保证金余额及保证金利率分析 14
图表 26： Robinhood 部分资产拆分（单位：亿美元） 14
图表 27： Robinhood 现金归集业务对 Gold 及非 Gold 会员的分润比例 14
图表 28： Robinhood 股票资产规模及美股市场波动率 15
图表 29： Robinhood Gold 会员数稳步增长 15
图表 30： Robinhood Gold 会员权益 15
图表 31： Robinhood IRA 用户数及资产规模 15
图表 32： Gemini 收入拆分（单位：百万美元） 16
图表 33： Gemini 交易结构及费率 16
图表 34： Gemini 信用卡业务亏损缩窄 16
图表 35： Figure 业务拆分（单位：亿美元） 18
图表 36： 至 2026 年 4 月，共 12 家公司获得中国香港虚拟资产交易牌照 19
图表 37： Hashkey 营业收入拆分（单位：亿港元） 19
图表 38： Hashkey 交易额拆分（单位：亿港元） 20
图表 39： Hashkey 万物交易所布局 20
图表 40： OSL 营收结构拆分（单位：亿港元） 20
图表 41： OSL 支付基础设施布局 20
图表 42： 7 家加密交易所加密业务对比分析 21
图表 43： 加密交易所、传统交易所及头部券商估值对比（单位：亿美元） 21

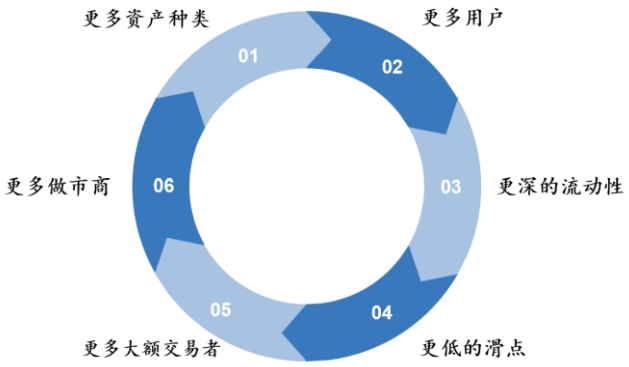
1. 万物交易所：传统交易所与加密交易所相向而行

1.1 Everything Exchange——梅特卡夫定律（Metcalfe's Law）之下的必然

梅特卡夫定律（Metcalfe's Law）指出，一个网络的价值等于该网络内节点数的平方。换句话说，网络使用者越多，网络的整体价值以及其中每个网络节点的价值就越大。

在交易所的语境之下，网络节点代表三个维度，分别是：1）用户节点：买家、卖家、做市商的数量；2）资产节点：可交易的资产种类及数量；3）流动性节点：每个资产对的交易深度。这三个维度相互强化，形成三重网络效应。比如加密货币交易所原本只交易加密货币，现在还能交易代币化股票、预测事件等。每新增一类资产，不仅可能吸引原本对加密货币不感兴趣的用户群体，令现有用户的交易频率与停留时长增长，还可能让不同资产的用户之间产生交叉流动性。

图表1：梅特卡夫定律在交易所场景的演绎



来源：科普中国网，国金证券研究所

当用户在同一平台上持有资产种类越多，从平台迁移的成本就越高。并且，All-in-One 交易所能从多资产维度积累用户的行为数据，帮助交易所进行精准风控与个性化产品推荐。

除了资产端之外，加密货币资金端的生态建设也在提升交易网络的整体价值，比如 USDT、USDC、以及未来的代币化存款可以作为连接所有资产的通用节点。当用户拥有链上资金，就更容易参与链上资产的交易；同理，当用户持有链上资产，也更容易使用链上资金参与现实生活中的支付等活动。

因此，在梅特卡夫定律之下，每个交易所都有扩大交易资产品类，建设资金及资产端生态的动力。

1.2 传统交易所与加密交易所相向而行

过往每种交易所泾渭分明的格局正在被打破，资产类型交易边界逐渐模糊是目前全球交易所都在发生的深刻变化。加密行业的资金端与资产端正在共同快速构建链上交易生态，覆盖品类从传统的加密货币现货与衍生品，延伸到代币化股票及 ETF、代币化基金、房地产等 RWA、代币化股权、预测事件等。传统交易所也在逐步拥抱链上资产，其他赌场或银行等机构也在加入链上交易生态。

图表2：传统交易所与加密交易所相向而行

	Everything Exchange 布局
加密交易所	• 代币化股票及 ETF：Kraken 支持 60 种美国股票和标普 500 等 ETF 的全天候交易。 • 代币化基金：贝莱德在以太链上发行代币化基金，可在 Securitize 上认购。 • RWA：Figure 为住房贷款，并将为汽车贷款提供发行、交易等服务。 • 代币化股权：Republic 在平台上发行未上市公司的股权，包括 OpenAI 等。 • 预测事件：Coinbase 与 Kalshi 合作向美国 50 个州推出预测市场交易服务。
传统交易所	• 加密货币 ETF/期权等：多只加密货币 ETF 和相关期权在纳斯达克、纽交所、CBOE 交易所上线。

	• 代币化股票：纳斯达克正与 Kraken 合作开发，允许上市公司发行基于区块链的股票，预计将于 2027 年上半年上线；纽交所母公司战略投资 OKX，预计将合作推出代币化股票及期货。SEC 已批准纳斯达克交易所进行代币化股票测试。 • 预测事件：CME 与游戏公司 FanDuel 合作推广预测平台，已在美国 5 个州启动。纳斯达克向 SEC 申请提供二元期权合约。
其他机构	• 例如：DraftKings 推出预测市场产品。SoFi 成为首家也是唯一一家获批向投资者提供加密交易的银行。日本最大的支付平台之一 PayPay 收购了 Binance 日本 40%股权。

来源：Kraken，PR Newswire，Figure，CNBC，Yahoo Finance，Cointelegraph，Crowdfund Insider，CoinDesk，FinanceMagnates, CME Group，Decrypt，SoFi 官网，The Block，国金证券研究所

梅特卡夫定律在交易所 All-in-One 趋势之下的演绎可能会产生以下影响：

- 交易市场空间扩大、单个交易平台价值量增长：投资人原本在不同的交易平台交易不同的品种，如在券商交易股票及衍生品、在加密交易所交易加密货币、在博彩平台交易多元事件等，跨平台交易的不便利使得不同交易平台难以相互引流。交易平台“all-in-one”的趋势打破了交易品种壁垒，梅特卡夫定律之下整体交易平台、以及平台上每个用户、每类资产的价值量都在提升。
- 头部平台规模效应提升，可能获得更高的估值溢价：对于非集中式交易品种（如加密货币、预测事件、RWA 等）而言，交易平台的流动性很大程度上影响了最终定价以及成交速度。投资者及资产发行方均倾向于选择流动性较高、品类齐全的平台，以提升交易体验、获得相对公允的定价、降低由于流动性带来的交易成本。
- 新交易品种带来新的创业机会：如预测市场 Kalshi 2025 年 6 月估值 20 亿美元，但到 2026 年 3 月估值提升至 220 亿美元。

2. 加密交易所商业模式分析

传统交易所多依靠数据或数据衍生产品收费，交易佣金较少；如 2025 年纳斯达克交易所市场服务净收入仅占总营收的 23%。但加密交易所当前难以依靠数据收费，主要系传统交易所数据具有独占性，而链上数据相对透明；此外，加密货币仍处于行业发展初期，未来指数服务可能随着行业的成熟而发展。

传统券商的营收多来自于利息收入及交易佣金，模式与加密交易所更加类似。但加密交易所当前更依靠交易收入、大型的传统券商以利息收入为主。每家交易所还可能发展自己的特色业务，如 Coinbase 能收到 USDC 分发的利息分成、Bullish 获取做市收入、Gemini 获取信用卡相关收入等。除了类券商业务之外，部分交易所还经营支付、借贷、信用卡等类银行业务。

图表3：加密交易所与纳斯达克交易所的商业模式对比

纳斯达克交易所	盈透证券	加密交易所
· 数据与上市服务：向客户出售标准、深度行情数据，订阅制收费；上市服务分为一次性上市费用及年度维护费。	· 行情数据费：向客户提供行情服务而收取费用。	· 自己发币：赚取留存加密货币的增值（如 BNB 等）、赚取币种底层资产（如美债等）的利息。 · 帮助第三方发币/RWA：赚取估值费、发行费、上币费、管理费等。
· 指数服务：按资产规模（AUM）或者按交易量的百分比，向纳斯达克提供的指数产品收费		· 指数服务：如 Coinbase、CoinDesk 均提供指数服务。
· 工作流与洞察：提供数据分析与投资者关系、公司治理、可持续发展服务，订阅制收费。		· -
· 金融犯罪管理技术服务：为金融机构提供欺诈、反洗钱等风险管理，订阅制收费。		· 加密交易所不提供，一般作为采购方向 Chainalysis 购买。
· 监管科技：帮助金融机构管理监管报告管理，大部分订阅制收费，也有项目制。		· 部分交易所提供合规与基金会计等服务。
· 资本市场科技：包括风险管理、托管、交易所		· 托管费：根据机构托管规模收取托管费。

系统提供，大部分订阅制收费，也有项目制。		·不提供交易所系统服务，部分交易所如 Bitstamp 会从纳斯达克交易所购买技术服务。
·市场服务：基于交易量收取交易、清算费用	·交易佣金：收取固定费用或基于交易金额、合约数量收费。收取订单流出售费用。	·二级市场现货、衍生品、期权等交易：赚取法币-加密货币兑换费用、交易佣金、会员费等。 ·发行公链：赚取链上交易手续费。
		·区块链收益：如质押服务分成
	·利息收入：包括客户闲置资金利息、保证金利息、证券借贷利息、存款利息.	·利息收入：包括客户入金利息、贷款利息、公司自有资金利息等。
		·支付、借贷、信用卡等类银行收入。

来源：纳斯达克交易所官网，Coinbase 官网，CoinDesk 官网，Gartner，Chainalysis，Binance 官网，PR Newswire，Stock Titan，披露易，DefiLlama，老挝时报，盈透证券官网，国金证券研究所

相较传统券商，加密交易所具有零售交易费率高、换手率高等特点。2024 年加密货币现货成交额约 16.5 万亿美元、美股成交额约为 42.6 万亿美元，若加密货币按照 0.05%的机构交易费率、美股按照 0.02%的机构交易费率进行计算，2024 年加密市场的现货交易佣金约为美股现货交易佣金的 97%。

图表4：加密货币交易所与传统金融机构现货及衍生品交易对比

类别	加密货币行业	传统资本市场
现货交易额	• 2024 年、2025 年分别为 16.5、24.1 万亿美元（仅计算单边交易额）。	• 2024 年美股总成交额约为 42.6 万亿美元； • 2025 年 A 股总成交额为 420 万亿人民币，港股总成交额约为 56.9 万亿港元。
现货交易费率	• 参考 2025 年 Coinbase 零售交易费率约 1.39%、机构交易费率约 0.05%。	• 美股部分券商对个人投资者采取零佣金。根据 SIFMA 和 Crisil Coalition Greenwich 的数据综合测算，2024 年美股机构交易佣金约 0.02%； • A 股个人投资者平均佣金率约为万分之 2.01，甚至可以低至万分之 1；2024 年公募平均佣金率约 0.519%。
现货交易换手率	• 2024 年、2025 年分别为 3.61%、3.91%。	• 2024 年美股换手率约 0.21%； • 2025 年 A 股换手率为 1.34%，港股换手率为 0.56%。
永续合约交易额	• 2024 年、2025 年加密市场永续合约成交额约为 60.0、82.3 万亿美元（仅统计前 10 大中心化与去中心化交易所）。	• 2024 年 CME 交易 66.8 亿张衍生品合约； • 2025 年中国期货市场累计成交量为 90.7 亿手、累计成交额为 766.3 万亿元；其中中金所成交量为 3.0 亿手，成交额约 255.2 万亿元； • 2025 年香港联交所的衍生权证、牛熊证及权证成交总额为 4.8 万亿港元。
衍生品交易费率	• 根据交易额不同，通常交易费率在 0.01%~0.0153%之间。	• CME 股票交易费率约为 0.01~8.00 美元/份合约/边； • 中国金融期货交易所的期货交易费率约为 3 元/手或成交金额的万分之 2.53； • 香港股票期货交易费率为 0.6~3.1 港元/份合约/边。

来源：CoinCarp，Coinbase 官网，CoinMarketCap，CoinGecko，Bitmex 官网，Binance 官网，wind，World Bank，证券时报，披露易，InteractiveBrokers 官网，SIFMA，Crisil Coalition Greenwich，香港交易所，CME Group，中国金融交易所，国金证券研究所

说明：1）加密货币现货交易额仅计算单边交易金额，因此用当年统计的现货交易总额除以 2；2）现货交易换手率=当年现货成交额/当年流通市值平均数/当年天数。加密货币和美股由于没有流通市值的公开统计，因而用总市值替代，可能会低估换手率。2）CME 期权 2024 年全年成交合约数量按 252 个交易日进行换算。

加密货币衍生品成交活跃，且市占率相对集中。2025 年前 10 大中心化交易所现货交易额为 21.2 万亿美元，占总成交额的 88.1%。2025 年前 10 大中心化交易所衍生品交易额为 82.3 万亿美元，是现货成交总额的 3.9 倍；而 2025 年中金所交易额约为 A 股总成交额的 60.8%，香港联交所衍生权证、牛熊证及权证成交总额约为港股总成交额的 8.4%。

至 2025 年，第一大交易所币安已覆盖超过 3 亿用户，现货交易额为 7.1 万亿美元，占总成交额的 29.5%，市场格局较为集中。

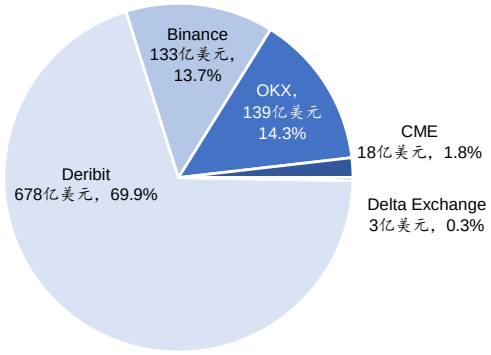
图表5：头部加密交易所对比

交易所	总交易额（万亿美元）	现货交易额（万亿美元）	现货交易占比	现货币种	合约币种	用户数	其他
Binance	34.2	7.1	20.8%	490 种代币，1,889 个交易对	584 种代币	超过 3 亿	支付业务扩展至 2,000 万家商户
OKX	12.8	1.2	9.2%	350+种代币，1,021 个交易对	289 个永续合约交易对	超过 1.2 亿	洲际交易所于 2026 年 3 月战略投资 OKX，估值 250 亿美元
Bybit	11.5	1.5	13.0%	470 种代币，636 个交易对	713 对永续合约交易对	超过 0.83 亿	覆盖 243 个国家或地区
Bitget	10.1	1.9	19.1%	628 种代币，717 个交易对	642 个永续合约交易对	超过 1.25 亿	支持近 200 种股票代币和 35 种股票期货
MEXC	9.8	1.5	15.2%	2,400+个交易对	800 个期货交易对	超过 0.4 亿	采用零手续费惠及 344 万用户，覆盖超过 170 个国家或地区
Gate	7.9	1.4	17.7%	1,894 种代币，2,387 个交易对	665 个永续合约交易对	超过 0.47 亿	上币快：2024 年上线 873 个新币，其中 438 个为全网首发；社交化交易运营
Coinbase	5.2	1.2	23.3%	360 种代币	超过 35 种代币期货，15 种代币期权	约 1.05 亿，月活用户 920 万	2025 年 8 月，公司以 29 亿美元收购 Deribit。2024 年 Deribit 成交额约 1.2 万亿美元，加密期权市占率约为 85%。
KuCoin	4.1	1.7	42.4%	939 种代币，1,142 个交易对	573 个永续合约交易对	超过 0.42 亿	持有超过 6 枚交易所原生代币 KCS，可分享每日交易手续费的 50%
HTX	3.3	1.9	57.6%	645 种代币，666 个交易对	240 个永续合约交易对	超过 0.55 亿	2025 年超过 92.2 万用户参与现货交易。OTC 服务 393 万用户，成交额 0.36 亿美元
BingX	3.1	0.3	8.2%	912 种代币，958 个交易对	665 个永续合约交易对	0.4 亿	跟单交易量达到 0.58 万亿美元
Crypto.com	2.3	1.4	59.5%	434 种代币，602 个交易对	525 个永续合约交易对	超过 1.5 亿	代表产品为 Crypto.com Visa 卡
Kraken	2.0	1.6	82.5%	715 种代币，1,522 个交易对	335 个永续合约交易对	入金用户约 570 万	2025 年经调整收入约 22 亿美元，同比增长 33%，其中 47%来自交易收入

来源：ForeSight News，PR Newswire，OKX 官网，TokenInsight，CoinMarketCap，Stock Titan，Bybit 官网，CoinGecko，Bitget 官网，MEXC 官网，Gate 官网，BlockBeats，财华智库网，HTX 资讯，HTX 官网，KuCoin 官网，The Block，RootData，Coinbase 官网，Business of Apps，Kraken 官网，CoinGlass，CoinSpeaker，国金证券研究所

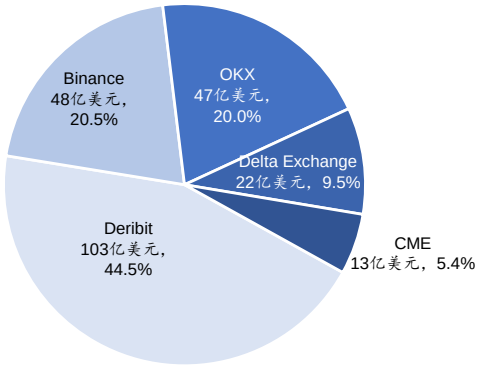
加密期权交易市场集中度高于现货及永续合约。根据 The Block 数据，2026 年 3 月 Deribit 在 BTC 和 ETH 期权市场的成交额分别为 678 亿美元、103 亿美元，市占率分别为 69.9%、44.5%。BTC 期权市场集中度较高，ETH 期权市场相对分散。

图表6：2026 年 3 月，BTC 期权成交额市占率



来源：The Block，国金证券研究所

图表7：2026 年 3 月，ETH 期权成交额市占率



来源：The Block，国金证券研究所

除了现货及衍生品交易等传统券商业务，加密货币交易所也向类银行业务延伸，将资金与资产在同一平台上进行运营。如 Coinbase 于 2026 年 4 月获得联邦货币监理署（OCC）的有条件批准，将 Coinbase 国家信托公司作为联邦特许信托银行运营，让公司能为更多机构提供托管服务，并提供支付等业务。Kraken 于 2026 年 3 月获得了美联储主账户，是首家获得该资格的加密货币公司。OSL 向全球支付与交易平台转型。Gemini 大力发展信用卡业务等。

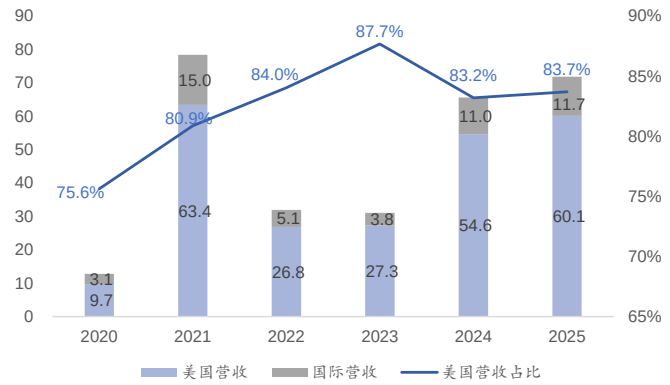
3. 上市加密交易所对比

我们选取了 7 家位于美国和中国香港的代表性加密交易所，从营收结构、业务模式及万物交易所策略方面进行对比分析。

3.1 Coinbase：将发展“Everything Exchange”列为首要任务

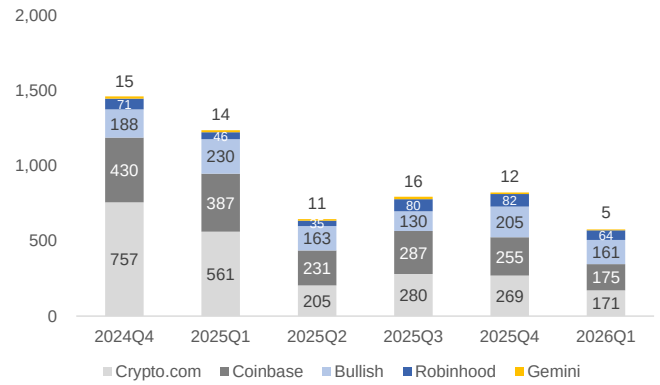
Coinbase 2012 年成立于美国，以合规理念立身，是美国现货交易额排名前三的加密货币交易所。2025 年，公司营收为 71.8 亿美元，其中 83.7%来自美国；公司现货交易额共计 1.16 万亿美元，在北美地区仅次于 Crypto.com；月活跃用户约为 920 万人。

图表8：Coinbase 分区域营收（单位：亿美元）



来源：Coinbase 官网，国金证券研究所

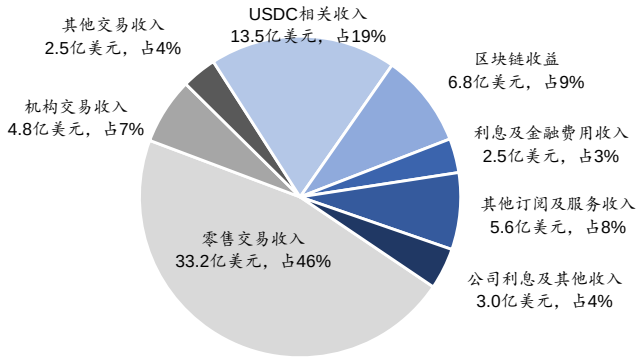
图表9：北美头部交易所现货交易额（单位：十亿美元）



来源：The Block，Bullish 官网，EDGAR 官网，Robinhood 官网，Gemini 官网，国金证券研究所

从营收结构来看，Coinbase 可拆分成交易业务与非交易业务，2025 年交易业务贡献了公司 56.5%的营业收入。

图表10：Coinbase 2025 年营收结构拆分



来源：Coinbase 官网，国金证券研究所

图表11：Coinbase 各项业务说明

业务	2025YOY	简介
零售交易收入	-3%	• 零售费率约为 1.39%
机构交易收入	+39%	• 机构费率约为 0.05%，增长主要系收购了 Deribit
其他交易收入	+20%	• Base 链及支付相关费用
USDC 相关收入	+48%	• USDC 储备收入分成
区块链收益	-4%	• 质押服务分成
利息及金融费用收入	-7%	• 客户入金利息以及机构贷款利息
其他订阅及服务收入	+31%	• Coinbase One 会员费、开发者费用、托管费、订阅费
公司利息及其他收入	+10%	• 公司现金及现金等价物产生的利息

来源：Coinbase 官网，国金证券研究所

- 交易业务：自 2021 年至今，Coinbase 现货交易量与 BTC 价格呈正相关关系。

  2025 年，零售交易业务以占比 19.6%的交易额（对应 0.24 万亿美元）贡献了 81.9%的交易收入，主要系零售交易费率高达 1.39%。此外，随着 Base 链生态的发展，其他交易收入占比也有望提升。根据 DefiLlama 统计，至 2025 年 4 月 8 日，Base 链 DeFi 总锁仓价值达到 42.9 亿美元，位列公链第 6。

  机构交易收入 2025 年增长 39%，主要系 Coinbase 于 2025 年 8 月以 29 亿美元收购了全球头部加密期权交易平台 Deribit。2026 年 3 月，Deribit 的 BTC 期权交易量达到 678 亿美元，约占 70%的市场份额。

图表12：Coinbase 成交额与 BTC 价格正相关

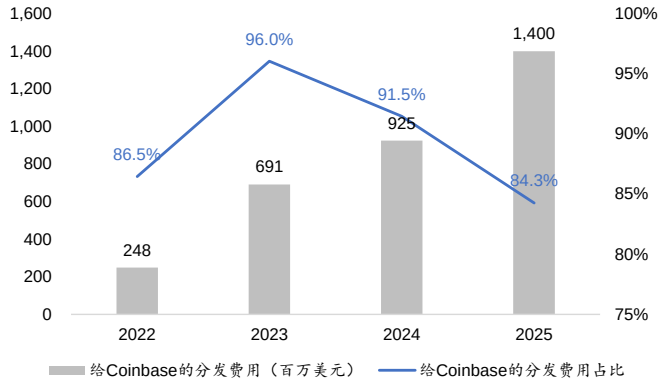


来源：CoinCarp，CoinMarketCap，国金证券研究所

- USDC 相关收入：2023 年 8 月 18 日，Circle 与 Coinbase 签订合作协议，约定由 Coinbase 平台分发的 USDC 对应利息由 Coinbase 100%享有；非 Circle 或 Coinbase 平台分发的 USDC 对应利息由 Circle 与 Coinbase 平分。

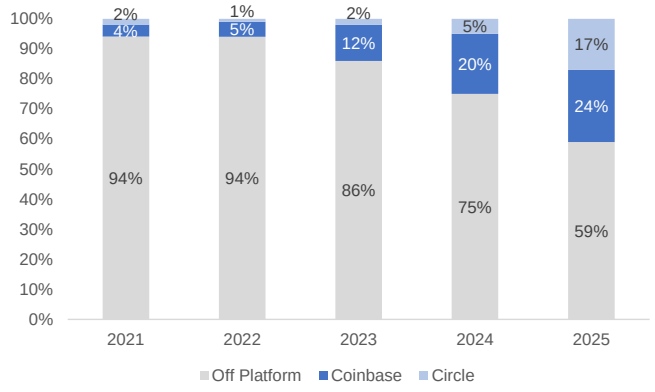
  近年 Coinbase 平台分发占 USDC 整体分发的比例逐年提升，2025 年由 Coinbase 分发的 USDC 占整体规模的 24%。2025 年 Circle 给 Coinbase 的分发费用约为 14.0 亿美元，占 Circle 总分发成本的 84.3%。

图表13：Coinbase 分发费用分成占 Circle 总分发费用的 80%以上



来源：Circle 官网，国金证券研究所
说明：Circle 公布的给 Coinbase 的分发费用与 Coinbase 财报披露的相关营收不同，可能由于统计口径差异。

图表14：USDC 在 Coinbase 平台的分发占比逐渐提升



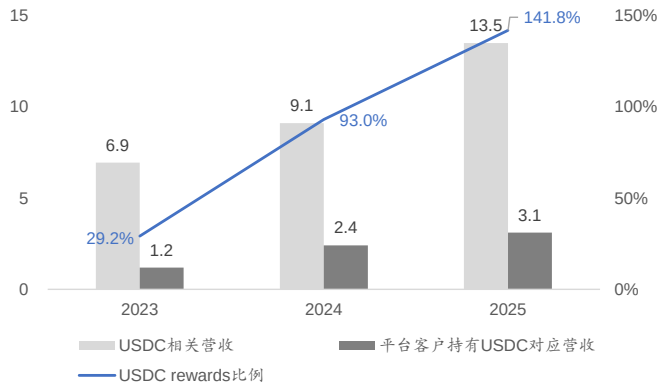
来源：Coinbase 官网，国金证券研究所

此外，为了促进 USDC 的分发，Coinbase 近年加大了 USDC 的促销力度，尤其是平台内部 USDC 的奖励力度。2025 年，USDC rewards 占客户持有 USDC 对应利息收入的 141.8%，近年呈上升趋势，表明 2025 年 Coinbase 对客户持有 USDC 进行了贴息活动。

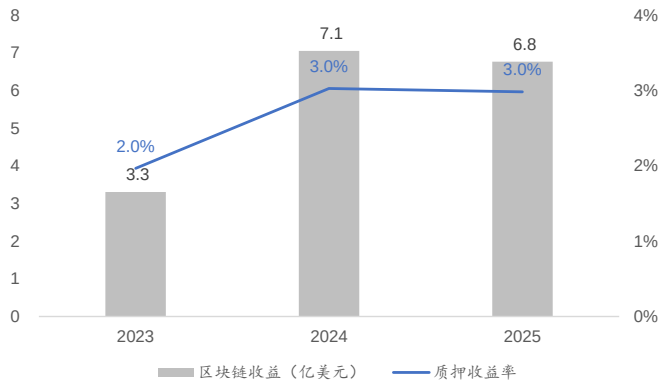
近期，美国就 USDC 等法币挂钩加密货币的受益权有所争议。最新的 Clarity Act 版本禁止仅因持有 USDC 而获得收益，仅允许基于活动而非余额的奖励计划。这有可能对 USDC 的分发规模增长产生负面影响。目前最终 Clarity Act 仍未颁布。

- 区块链收益：截至 2025 年底，Coinbase 为 8 种加密货币提供质押服务，包括 Cardano（ADA）、Avalanche（AVAX）、Cosmos（ATOM）、Polkadot（DOT）、Ethereum（ETH）、MATIC（POL）、Solana（SOL）、Tezos（XTZ）。2025 年，Coinbase 区块链质押收入约为 6.8 亿美元，质押收益率约为 3.0%。Coinbase 从质押收益中对普通用户抽取 35%的佣金，对 Coinbase One 会员抽取 25.25%~31.75%不等的佣金。根据 Dune 统计，截至 2026 年 3 月，Coinbase 在 ETH 链的质押市占率约为 4.6%。

图表15：近年 Coinbase 大幅提升客户的 USDC rewards 返利（单位：亿美元）



图表16：2025 年 Coinbase 的质押收益率约为 3.0%



来源：Coinbase 官网，国金证券研究所
说明：1）Circle 公布的给 Coinbase 的分发费用与 Coinbase 财报披露的相关营收不同，可能由于统计口径差异；2）USCD rewards 比例=USDC rewards/平台客户持有 USDC 对应营收。

来源：Coinbase 官网，国金证券研究所

- 其他订阅及服务收入：至 2025 年末，Coinbase One 有 97.1 万名付费会员，会员月费 4.99 美元~299.99 美元不等。2025 年末，Coinbase 的客户托管资产规模约为 53.5 亿美元，并为 80%以上的美国 BTC 和 ETH ETF 提供托管服务，ETF 的托管资产峰值达 310 亿美元。2026 年 4 月，Coinbase 获得了美国联邦货币监理署（OCC）的有条件批准，将 Coinbase 国家信托公司作为联邦特许信托银行运营，预计将可承接

更多资产管理人及对冲基金的托管需求。

2025 年 Q2，Coinbase 首次提及“Everything Exchange”，希望交易所未来能提供一切能在链上交易的服务。目前，公司已支持股票、基金、RWA 资产、大宗商品、预测市场、支付、加密一级市场等交易。2026 年，公司 CEO 将发展“Everything Exchange”列为首要任务，致力于为加密货币、权益、预测市场、大宗商品提供现货、期货、期权等服务。

图表17：Coinbase 万物交易所策略

类别	进展
股票	• 2026 年 2 月，Coinbase 向美国投资者开放 24*5 股票和 ETF 交易，计划在未来几个月扩展到数千只股票。与 Yahoo Finance 合作，使投资者可通过 Yahoo Finance 直接在 Coinbase 平台上完成交易。 • 2026 年 3 月，Coinbase 向非美国投资者提供 24*7 小时股票永续期货，覆盖美国主要大型公司股票，以及标普 500、纳斯达克指数 ETF 等。
基金	• 2026 年 3 月，Coinbase 在 Base 链向非美国投资者开放代币化比特币收益基金。
代币化资产	• 计划推出 Coinbase Tokenize，用于实体资产代币化。
一级市场投融资	• 2025 年 10 月，Coinbase 以 3.75 亿美元收购链上融资平台 Echo。投资者可以通过 Echo 参加加密市场一级市场投资，以及二级市场打新。
大宗商品	• 目前 Coinbase 为美国投资者提供 24*5 大宗商品期货交易，包括原油、天然气、黄金、白银、铜、铂金。
预测市场	• 2026 年 1 月，Coinbase 与 Kalshi 合作，将预测市场推向美国 50 州。
投顾	• 2025 年 12 月，Coinbase Advisor 测试版推出，帮助投资者构建投资组合。
支付	• 2025 年 6 月，面向电商推出基于 Base 链的 Coinbase Payment，与 Shopify 合作； • 2025 年 9 月，Coinbase 更新支付协议，支持 AI Agent 接入，已与 Google、Stripe 等合作，推出后 30 天实现 2 亿美元年化交易。 • 2025 年 10 月，面向全球企业推出 Coinbase Business，支持全球企业支付，支持数百种钱包。
银行	• 2025 年 10 月正式推出 Coinbase One Card，提供 2%~4%返现。 • 2026 年 4 月获得 OCC 牌照之后，预计能提供支付服务等更广泛的职能。

来源：PYMNTS，CoinDesk，Coinbase 官网，The Block，Yahoo Finance，Coinlaw.io，国金证券研究所

3.2 Bullish：深度做市的机构交易平台，未来发展机遇在于 RWA 及指数

Bullish 由知名加密机构 Block.one 于 2021 年成立，定位于机构级加密基础设施，采取自营做市模式。公司的主要优势在于将中央限价订单簿（Central Limit Order Book, BLOB）与自动做市商（Automated Market Maker，AMM）相结合，用公司资产负债表中的加密货币提供深度流动性，让机构在市场波动的情况下依然有较小的成交 spread。

自营做市提供深度流动性的模式决定了公司覆盖的资产类别相对有限，目前 Bullish 仅提供超过 75 种加密资产的交易。但这种方式可以深耕 BTC 等主流加密货币，如公司期权业务推出 1 个季度之内成交额就超过 90 亿美元，未平仓的 BTC 期权份额位列全球第二。

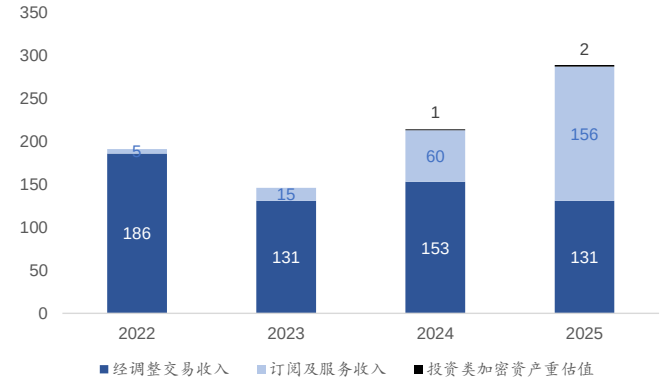
2025 年，Bullish 经调整营业收入为 2.9 亿美元，其中经调整交易收入为 1.3 亿美元、订阅及服务收入为 1.6 亿美元。近年订阅及服务为公司营收增长的主要驱动力。

- 经调整交易收入方面：虽然 2022~2025 年间 Bullish 的交易额持续增长，并于 2023 年末、2025 年陆续推出加密货币永续期货和期权交易，但 2022~2025 年间公司的整体交易费率呈下降趋势。之所以整体交易费率呈下降趋势，主要系公司流动池变深、且 2022 年 10 月推出了区间限定流动池 Longhorn，将交易 spread 从 2022 年的 12.8bps 缩窄到 2025 年末的 1.7bps。

  2025 年，Bullish 整体交易费率约 0.016%，大幅低于 Coinbase 同期机构交易费率 0.049%。随着 spread 已经压缩到较低为区间，且公司持续拓展市场，公司经调整交易收入有望持续提升。目前公司已经在 50 多个司法辖区开展业务，包括新加坡、英

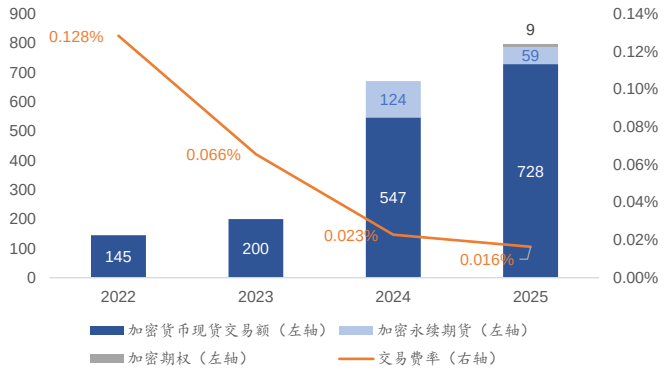
国、欧盟、中国香港等，公司于 2025 年 9 月获得纽约颁发的 BitLicense 牌照，并宣布在美国 20 个州上线加密现货交易业务。

图表18：Bullish 经调整营收结构拆分（单位：百万美元）



来源：Bullish 官网，国金证券研究所

图表19：Bullish 交易结构及整体交易费率（单位：十亿美元）



来源：Bullish 官网，国金证券研究所

说明：交易费率=净调整交易收入/加密货币总交易额

- 订阅及服务收入：包括 1）流动性服务及推广收入，即帮助数字资产发行方及推广方开展营销活动、激励计划等；2）订阅制数据服务收入，包括 CoinDesk 相关收入，如赞助费、活动门票、广告费、指数数据服务费等；3）利息及借贷相关收入，包括贷款利息、客户托管资金利息、参与早期资产发行的投资收益等。

  2025 年，Bullish 订阅及服务收入约 1.6 亿美元，并指引 2026 年有望达到 2.2~2.5 亿美元，主要由新机构合作方带来的资产发行机会、潜在的 RWA 发行机会等驱动。2025 年 Q4 公司在美国上线现货交易业务后，有望拓展更多机构客户及产品品类。

  CoinDesk 作为头部加密媒体，为 Bullish 间接提供了流动性和机构加密产品数据基础设施。2023 年 11 月，Bullish 以 0.7~0.8 亿美元并购头部加密媒体 CoinDesk，2025 年 CoinDesk 去重的月度访问量约 290 万人。2025 年 Q4，基于 CoinDesk 数据，Bullish 成为了全球 39 只加密 ETF 指数中 15 只的价格参考标准，市占率第一。2026 年 2 月，Bullish 与洲际交易所合作推出 7 款指数加密期货合约，并计划推出基于 CoinDesk 隔夜利率的单月 USDC 期货，但需接受监管审查。

万物交易所方面，在深化机构加密服务的同时，Bullish 的发展机遇还在于为美国及全球 RWA 资产提供发行、做市及数据基准服务，这也是公司 2026 年重要目标之一。目前，公司已经获得美国 transfer agent 牌照，并计划在 2026 年发行代币化证券。

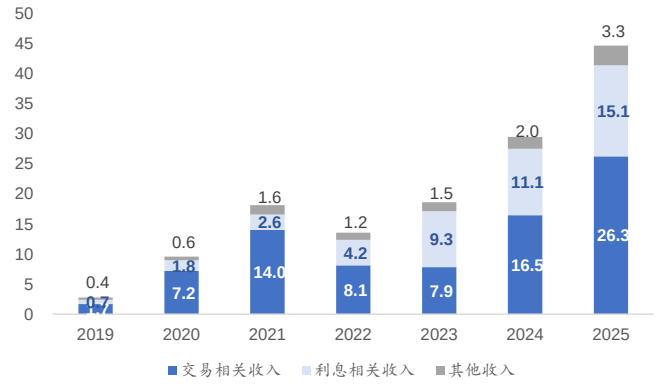
3.3 Robinhood：资产端拓展股票及事件交易，资金端以会员及 IRA 增强粘性

Robinhood 于 2013 年成立，起家于“免佣金”股票交易。当时股票交易佣金采取固定佣金制，每笔交易收取 7~10 美元，对小额交易不友好。Robinhood 推出免佣金服务后，2016 年吸引了 100 万名用户，并于 2017、2018 年增长到 200 万、600 万名用户。2019 年，几乎所有的券商都将佣金降至零。

Robinhood 的“免佣金”交易模式实质上是将零售投资者的买卖订单批量出售给做市商获得的收入，这种模式称为“Payment for order flow”（以下简称“PFOF”）。Robinhood 对股票的收费基于公开报价与实际买卖价差的固定百分比，期权按合约数量计费，加密货币按名义订单价值的固定百分比计费。公司将订单按历史表现、价格、成交概率等考量分配给最有可能提供最佳执行的做市商。

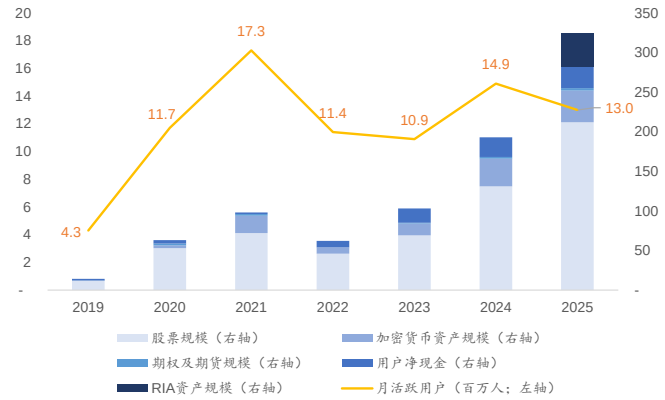
2025 年，Robinhood 营业收入约 44.7 亿美元，同比增长 51.6%。其中交易相关收入为 26.3 亿美元，占比 58.8%；利息相关收入为 15.1 亿美元，占比 33.8%。2025 年末，Robinhood 入金用户数累计约 2,700 万人，月活跃用户约 1,300 万人，平台资产共计 3,240 亿美元。

图表20：Robinhood 近年营收结构拆分（单位：亿美元）



来源：Robinhood 官网，国金证券研究所

图表21：Robinhood 月活跃用户及平台资产规模（单位：十亿美元）

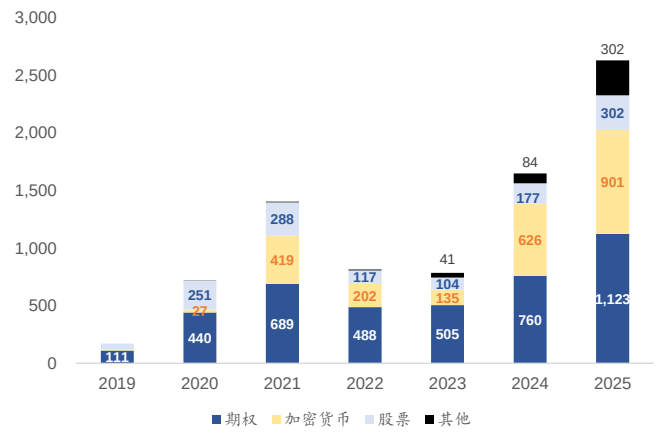


来源：Robinhood 官网，国金证券研究所

交易业务方面：2017 年末至 2018 年初，Robinhood 正式推出期权及加密货币业务，近年来这两项业务超过公司起家的股票交易，成为交易业务的支柱。

- 期权交易：2025 年 Robinhood 共计交易 22.8 亿张期权，平均每张合约（对应 100 股）收取 0.49 美元。目前，公司可在全美 50 个州开展期权业务，并于 2025 年 2 月为英国投资者提供股票与指数期权交易服务。
- 加密交易：2025 年 Robinhood 加密货币成交额约为 0.24 万亿美元，约为同年 Coinbase 现货成交额的 20%；其中 Robinhood App 贡献了 1,482 亿美元成交额，占比 60.8%，2025 年 6 月并购的 Bitstamp 贡献了 956 亿美元成交额。2025 年 Robinhood 加密货币交易营收约为 9.0 亿美元，约为同年 Coinbase 交易收入的 22.2%。目前，Robinhood 可为美国 50 个州、美属维尔京群岛、波多黎各、27 个欧盟成员国、冰岛、列支敦士登、挪威、英国、印尼等地提供加密货币交易服务；美国支持 60 多种加密货币交易、欧洲支持 40 多种加密货币交易。此外，Robinhood 于 2025 年 6 月推出基于 Arbitrum 链的 Stock Tokens，为欧洲用户提供 24 小时交易的代币化美国股票、ETF 以及私募股权（如 SpaceX、OpenAI）。目前，Stock Tokens 已支持超过 2,000 只美国股票及 ETFs。
- 股票交易：公司与 6 家做市商合作，标普 500 股票每百股收取 22~188 美分不等，非标普 500 股票每百股收取 9~22 美分不等。
- 事件交易：2025 年 3 月，公司与 Kalshi 在政治、经济、体育预测市场开展合作。之后公司与 Susquehanna 的合资公司收购了拥有 CFTC 持牌交易所 MIAXdx 90%的股权，标志着公司从 Kalshi 分销渠道成为独立交易所。2025 年底公司成交事件合约约 119 亿张，客户超过 100 万，年化收入超过 3 亿美元；其中 2025 年 Q4 预测市场的年化收入达到 4.35 亿美元。

图表22：Robinhood 近年交易业务拆分（单位：亿美元）



图表23：Robinhood 分业务交易量及佣金拆分

	2022	2023	2024	2025
期权合约（亿张）	9.2	11.5	16.5	22.8
期权费率（美元/张合约）	0.53	0.44	0.46	0.49
加密交易额（亿美元）	680	398	1,429	2,438
加密交易佣金	0.30%	0.34%	0.44%	0.37%
股票交易额（万亿美元）	0.64	0.66	1.18	2.29
股票交易佣金	0.018%	0.016%	0.015%	0.013%
事件合约（亿张）	-	-	-	119

来源：Robinhood 官网，国金证券研究所

来源：Robinhood 官网，国金证券研究所

利息相关业务方面：

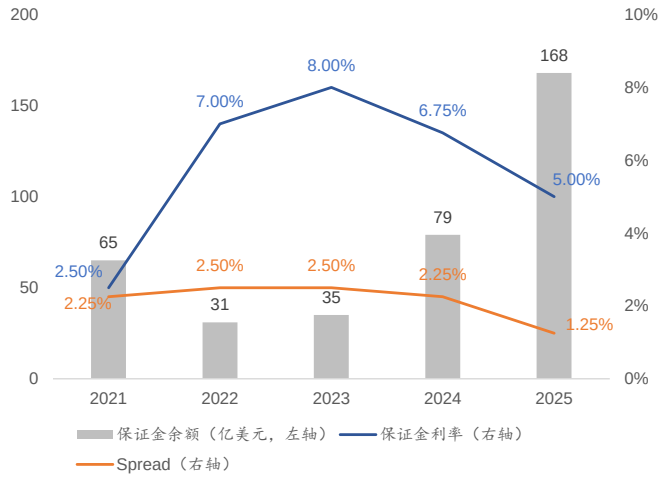
- 保证金利息：投资者从 Robinhood 平台借款支付的利息。2025 年公司保证金利息收入为 5.7 亿美元，对应 168 亿保证金余额。2025 年 Robinhood 按借款金额为投资者提供的保证金利率为 3.95%~5%，与联邦基金目标上限利率的 spread 为 0.2%~1.25%。虽然自 2023 年以来公司保证金利率一直下滑，但由于保证金余额增长迅速，公司保证金利息收入持续增长。

图表24：Robinhood 近年利息相关业务收入拆分（单位：百万美元）

业务	2021	2022	2023	2024	2025
保证金利息	132	177	243	319	573
入金利息	4	57	210	261	319
现金归集	3	22	123	179	229
证券借贷	136	89	79	94	190
公司现金及投资利息	1	103	288	256	167
信用卡	-	-	9	24	64
信贷额度相关利息支出	-20	-24	-23	-24	-32
其他	-	-	-	-	4
合计	**256**	**424**	**929**	**1,109**	**1,514**

来源：Robinhood 官网，国金证券研究所

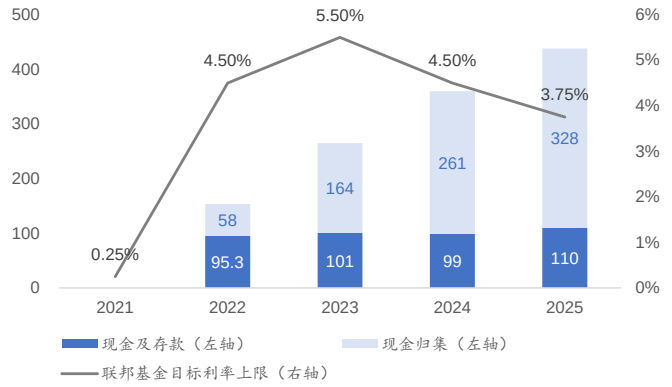
图表25：Robinhood 保证金余额及保证金利率分析



来源：Robinhood 官网，Fool，圣路易斯联储官网，国金证券研究所
说明：1）Spread=保证金利率-联邦基金目标上限利率；2）2022 年 Robinhood 对 Gold 会员的保证金利率=联邦目标上限利率+2.5%，非 Gold 会员保证金利率=联邦目标上限利率+6.5%，上图选取 Gold 会员的保证金利率；3）2024 年公司资产分级的保证金利率为 5.7%~6.75%，2025 年资产分级的保证金利率为 3.95%~5%。考虑到 Robinhood 平台以年轻人为主，因此上图选取最少资产规模对应的利率。

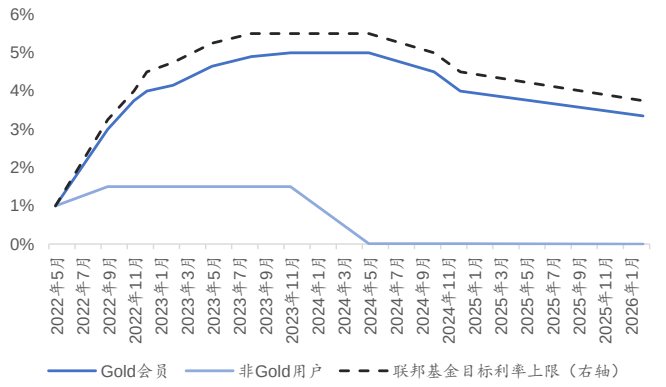
- 入金利息、公司现金及投资利息：入金利息收入、公司现金及投资利息与 Robinhood 现金及存款余额、联邦基金目标利率相关。
- 现金归集：2022 年 5 月 Robinhood 上线现金归集（Cash Sweep）业务，至 2025 年末，现金归集余额已达 328 亿美元，其中 Gold 会员贡献了 316 亿美元、非 Gold 会员贡献了 12 亿美元。目前，美国联邦基金目标利率上限为 3.75%，公司会返还 Gold 会员 3.35%的利息，不返还非 Gold 用户利息。由于现金归集余额持续上升，且 2024 年 5 月之后公司几乎不给非 Gold 用户利息返还，公司现金归集相关收入持续增长。

图表26：Robinhood 部分资产拆分（单位：亿美元）



来源：Robinhood 官网，国金证券研究所
说明：1）现金及存款包括 Robinhood 公司现金、投资及客户入金现金；2）2021

图表27： Robinhood 现金归集业务对 Gold 及非 Gold 会员的分润比例

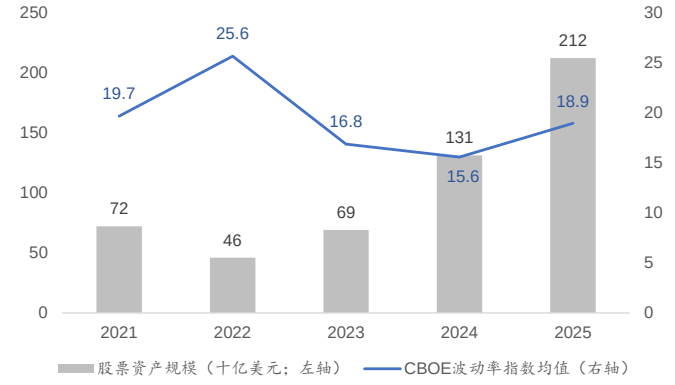


来源：Robinhood 官网，PYMNTS，圣路易斯联储官网，Moneysmylife，国金证券研究所

年未披露现金及存款、现金归集数据。

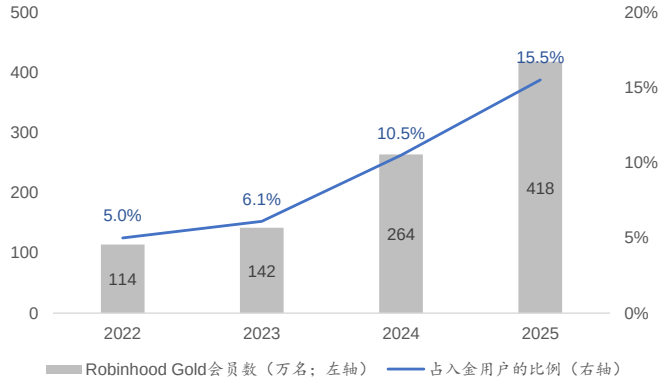
- 证券借贷：2025 年末，Robinhood 的股票资产规模为 2,120 亿美元，借贷利率浮动，公司证券借贷营收与平台股票资产规模及市场波动率相关。若用户选择向市场借贷证券，用户可获得 Robinhood 相关营收 15%的返点。
- 信用卡：2023 年 7 月，Robinhood 以 0.95 亿美元并购信用卡公司 X1；2024 年 3 月开放 Gold Card 的试用；至 2025 年末，公司信用卡资产余额 10.4 亿美元，2025 年 Q4 的信用卡资产年化收益率约 10.65%。根据 Kudos 披露，Robinhood Gold Card 持卡人已超过 60 万人，并将于 2026 年 Q2 推出更高级的白金卡。

图表28：Robinhood 股票资产规模及美股市场波动率



来源：Robinhood 官网，圣路易斯联储官网，国金证券研究所

图表29： Robinhood Gold 会员数稳步增长



来源：Robinhood 官网，国金证券研究所

整体而言，Robinhood 的发展思路是通过“零佣金”等策略拓展用户规模，尤其是年轻用户；接着通过 Gold 会员、IRA 退休计划等项目将用户的资产更多留存在平台上，同时推出更多的产品，促进用户资产在平台的交易、借贷等资本市场活动。

根据 BCG Matrix 统计，至 2025 年 3 月，Robinhood 用户的平均年龄约为 35 岁，客群较为年轻。自公司 2016 年推出 Gold 会员以来，至 2025 年末，公司的 Gold 会员数已达到 418 万人，占入金客户的比例约 15.5%；Gold 会员费年化贡献约 2 亿美元营收。

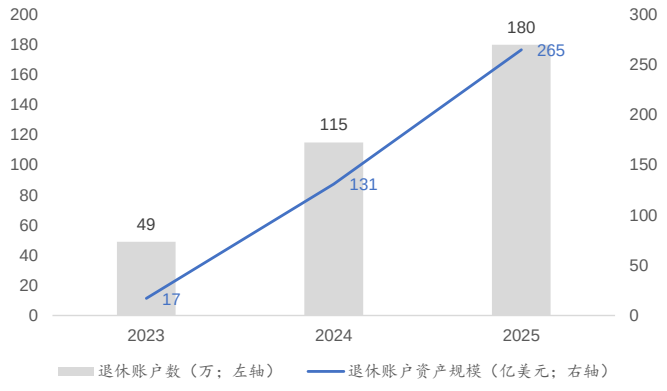
2022 年 12 月，公司推出 Robinhood Retirement，是首个也是唯一为 IRA（Individual Retirement Account，个人退休账户）提供 1%~3%（Gold 会员 3%、非会员 1%）匹配的金融公司，主要面向零工或兼职人员。若要获得匹配奖励，IRA 的账户资产需保留 5 年、Gold 会员需保持至少 1 年，否则将不能获得完整奖励。至 2025 年末，Robinhood 共有 180 万个退休账户，资产规模达 265 亿美元。

图表30：Robinhood Gold 会员权益

权益	具体权益
现金归集返还	• 年化收益率约 3.25%
IRA	• 3%的 IRA 匹配
交易佣金	• 期权/期货合约交易费为$0.35/$0.5（非会员为$0.5/0.75） • 首个$1,000 保证金借贷免息
研究支持	• 专业研究报告
Gold Card	• 全品类 3%现金返还
投顾策略	• 每年管理费$250 封顶
Cortex	• AI 投资助手，包括股票、加密、组合摘要等
银行	• 现金年化 3.5%收益率
住房抵押贷款	• 针对平均住房抵押贷款给予 0.75%折扣

来源：Robinhood 官网，国金证券研究所

图表31： Robinhood IRA 用户数及资产规模



来源：Robinhood 官网，国金证券研究所

3.4 Gemini：聚焦美国加密市场，拓展信用卡、预测市场及股票交易业务

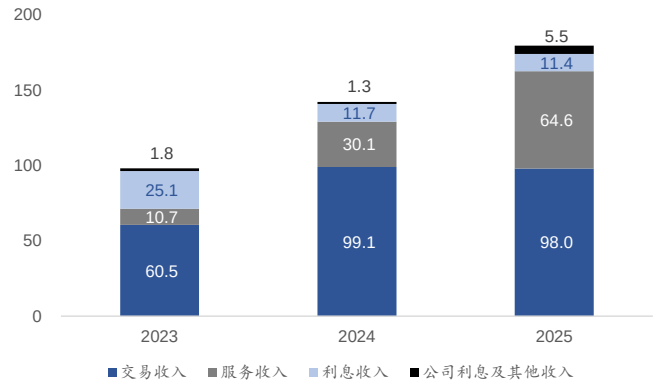
Gemini 是一家经营区域和业务均处于转型期的中小交易所，以求释放资本，专注于加密交易、信用卡和预测市场业务。

区域布局方面，2026 年 2 月，Gemini 宣布将裁员 25%，退出英国、欧盟和澳大利亚市场，仅保留美国与新加坡业务。Gemini 在美国的 50 个州主要以 Gemini Trust 和 Gemini Moonbase 为主体开展业务。由于 Gemini Trust 是信托公司，可以开展托管业务，需要满足 NYDFS 对有形资本的要求、纽约银行法与 BitLicense 监管机构的其他要求；因此 2025 年初，公司逐步将用户迁移至 Gemini Moonbase 主体，目前已经迁移了 43 个州的用户，未来希望将全美交易用户均迁移至 Gemini Moonbase。2025 年 6 月，公司为满足监管要求而持有的加密资产约 3.0 亿美元；而 2026 年 Q1，公司释放了由于监管要求而持有的 1,750 枚 BTC。

业务布局方面，2025 年 Gemini 交易收入为 0.98 亿美元、服务收入为 0.65 亿美元、利息收入为 0.11 亿美元、公司利息及其他收入为 0.06 亿美元。至 2025 年 Q4，Gemini 月活用户约 60.1 万人。

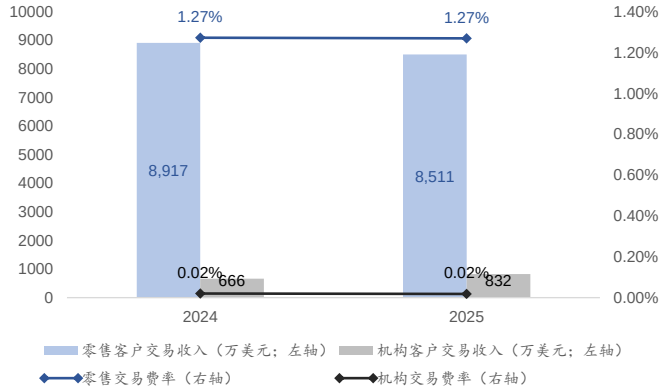
- 交易收入：2025 年零售用户贡献了 0.85 亿美元交易营收，占总交易营收的 91.1%，但零售用户的交易额仅占比 12.7%，零售交易费率约 1.27%。机构用户的交易费率约 0.02%，低于同期 Coinbase、Robinhood 和 Bullish 的费率。

图表32：Gemini 收入拆分（单位：百万美元）



来源：Gemini 官网，国金证券研究所

图表33：Gemini 交易结构及费率



来源：Gemini 官网，国金证券研究所

- 服务收入：2025 年 Gemini 服务收入约 0.65 亿美元，其中信用卡业务营收为 0.33 亿美元，同比增长 185%。2025 年信用卡业务亏损 165 万美元，较 2024 年缩窄，公司将改善信用卡独立能力列为 2026 年优先事项之一。

  2025 年 Gemini 信用卡新增申请 11.7 万张，2025 年 Q4 人均用卡金额接近 5,400 美元。为了支持信用卡业务的扩张以及满足监管要求，公司 2025 年借了 6.3 亿美元，并为此支付 0.7 亿美元利息，综合借款利率约 11.1%。

图表34：Gemini 信用卡业务亏损缩窄

单位：万美元	2024	2025
信用卡收入	**1,163**	**3,312**
——*刷卡手续费*	730	2,467
——利息收入	833	1,151
减去：给发卡行及相关方的费用	400	306
减去：为信用卡应收账款融资所借款项	-	148
减去：返现奖励	618	2,345
减去：信贷损失拨备	1,282	982
信用卡业务净收入（亏损）	**（-736）**	**（-163）**
信用卡交易金额（亿美元）	4.0	12
Gemini 信用卡刷卡佣金	2.9%	2.8%
逾期超过 30 天的比例	5.7%	3.4%

来源：Gemini 官网，国金证券研究所

万物交易所方面，2025 年 12 月 Gemini 获得了美国商品期货交易委员会（CFTC）颁发的指定合约市场许可证（DCM），并于当月上线预测市场服务。至 2026 年 2 月末，约 1.5 万名用户在公司的预测平台进行了交易。公司也提及下一阶段的计划为推出美国股票交易。2025 年 9 月纳斯达克交易所对 Gemini 投资 0.5 亿美元，约定 Gemini 非排他地向纳斯达克交易所客户提供托管与质押服务，Gemini 用户也可使用纳斯达克的 Calypso 抵押品管理系统。

3.5 Figure：独特的 RWA 发行、交易及证券化平台

Figure 是一家 RWA 发行、交易、证券化的一站式服务平台，主要专注于房屋抵押贷款，由数字银行平台 SoFi 联合创始人 Cagney 于 2018 年发起设立。根据 rwa.xyz，至 2026 年 4 月 9 日，RWA 市场规模约 292 亿美元，Figure HELOC Token 的规模约为 165 亿美元，占比 56.7%。2025 年，Figure 总营收为 5.1 亿美元，Net take rate 为 4.0%。

Figure 构建了一套全新的 RWA 资产运行平台：底层是自建的 Provenance 链，作为金融交易的分布式账本，RWA 资产直接在 Provenance 链上进行注册与交易。Provenance 链上的资产注册与交易使用 HASH 代币进行支付。

Figure 的优势在于：

- 对借款人而言，Figure 平台放款快、成本低、利率固定。公司 2018 年推出了贷款发起系统（Loan Origination System，LOS），使用 AVM（Automated Valuation Model，自动估值系统）对房屋进行估值，最快 5 分钟即可完成贷款审批，10 天（2025 年上半年放款时间中位数）完成放款，而行业中位数需要 42 天。根据 MBA 数据，截至 2024 年底，Figure 单笔贷款平均发起成本约 730 美元，而行业平均值约为 11,230 美元。此外，Figure 为借款人提供了固定利率选项，保证了还款的可预期性，而能提供固定费率房屋贷款的机构非常少。
- 对金融机构而言，Figure 平台数据透明、结算快、资产质量高。金融机构可在 Provence 链上实时查看借款者的还款记录、房屋估值更新、逾期状态等，且能 24*7 小时实时进行交易。2025 年上半年，公司典型借款方的信用等级非常好，平均 FICO 信用分约 755 分、平均年收入约 18.6 万美元。至 2025 年末，Figure 拥有第一顺位留置权的贷款约 5.1 亿美元，占用户借款总额的 19%。2026 年 1 月，Figure 发行的证券化资产获得了标普和穆迪的 AAA 评级，为区块链金融领域首例。
- 轻资产运营。2025 年，Figure 发起了 83.8 亿美元贷款，其中 64.0 亿美元由第三方品牌发起；公司 CFO 表示第三方品牌贡献了 80%的利润，使得公司中期经调整 EBITDA 的利润率展望维持在 60%以上。至 2025 年末，自持供出售的贷款仅 4.0 亿美元，说明将大部分贷款出售给了第三方。Figure Connect 平台供合作伙伴交易贷款，2025 年 Figure Connect 平台交易的贷款量大幅增长至 38.4 亿美元，驱动生态服务费大幅增长。

  2025 年 2 月，公司通过发行 YLDS 来为现有系统提供流动性以及标准结算工具。YLDS 是首个在 SEC 注册的、与美元 1:1 兑换的生息加密货币，持有者可获得担保隔夜融资利率（SOFR）减去 0.5%的利息。如果 YLDS 持有者选择将其放到 Democratized Prime 平台上进行借贷，大约可以获得年化 9%的收益率（2026 年 2 月的数据），Democratized Prime 平台收取 50bp 服务费。至 2025 年末，流通中的 YLDS 规模为 3.3 亿美元，Democratized Prime 平台上已撮合了 3.4 亿美元借贷需求。

图表35：Figure 业务拆分（单位：亿美元）

业务	2025 年营收	2025 YOY	具体说明
发起费	0.73	11.8%	· 不超过放款金额的 4.99%，在客户首次提款时扣除。2025 年 Q2，公司发起费率为 3.4%。对于 40 万美元及以下贷款，Figure 可以 5 天内放款。 · 传统银行一般收取的发起费为 0.5%~1%，但还有其他评估费、年费、提前结算费等。
利息收入	0.75	55.2%	· 公司基于持有贷款的未偿还本金余额计提利息收入、将贷款证券化之后留存收益的利息、以及公司现金及现金等价物的利息。 · 2025 年公司持有待售贷款余额为 4.0 亿美元、证券化贷款市值为 2.7 亿美元、现金及现金等价物为 12.0 亿美元。利息收入利率约 6.4%。
贷款出售净收益	1.80	28.3%	· 将贷款出售给第三方收到的对价与该笔贷款未偿还本金余额之间的差额净额，同时包含报告期内已售贷款公允价值变动的调整。
服务费	0.31	24.9%	· 基于在管贷款未偿本金余额进行计算，并按月收取。 · 2025 年加权平均未偿还的贷款余额为 129 亿美元，平均服务费率约 0.24%
服务资产净收益	0.25	-24.7%	· 公司管理房屋抵押贷款、个人贷款、Figure Pay 信贷贷款等，若公司的服务收益高于服务成本，则计入服务净收益，反之则计入服务净亏损。
生态及技术服务费	1.21	326.7%	· 公司根据：合作伙伴在公司贷款发起系统（LOS）上发起的每笔贷款本金余额，以及在 Figure Connect 上完成交易的贷款本金余额，收取技术与处理费用。此外，公司若协助将贷款打包成 ABS，也会收取一笔一次性费用。

来源：Figure 官网，国金证券研究所
说明：1）2025 年利息收入对应的利率=2025 年利息收入/（持有待售贷款余额均值+证券化贷款市值均值+现金及现金等价物均值），均值为 2024 与 2025 年均值；2）2025 年服务费率=服务费/2025 年加权平均未偿还贷款余额。

RWA 方面，Figure 持续拓展交易品类。2025 年 10 月，公司推出 DSCR（Debt Service Coverage Ratio）平台，可以基于物业租金贷款。2026 年 2 月，Figure 宣布与汽车金融科技平台 Agora Data 合作，进入汽车贷款领域。

万物交易所方面， Figure 2026 年 1 月基于 Provenance 链上线了 OPEN（On-Chain Public Equity Network）平台，允许公司将股权直接上链发行，之后通过 Figure 的 ATS 系统进行交易，并可在 Democratized Prime 平台上借贷股票。Jump Trading 提供做市服务，BitGo 提供托管服务。未来 Figure 计划支持 OPEN 平台上的股票与纳斯达克股票 1：1 双向无缝兑换。2026 年 3 月，OPEN 平台上线了首支 ETF，支持 7*24 小时交易。

3.6 Hashkey：中国香港头部交易所，发力 RWA 领域

Hashkey 是较早获得中国香港虚拟资产交易牌照的公司之一。至 2026 年 4 月，共 12 家公司获得中国香港虚拟资产交易牌照。根据弗若斯特沙利文测算，Hashkey 占中国香港 2024 年加密货币成交额的 75%；2024 年 Hashkey 来自中国香港的交易量为 3,076 亿港元，倒算 2024 年中国香港加密货币成交额约 4,055 亿港元。2025 年，Hashkey 有 150.5 万名注册用户，14.9 万名有资产用户，同比增长 23.2%。

图表36：至 2026 年 4 月，共 12 家公司获得中国香港虚拟资产交易牌照

公司名称	发牌时间	简介
OSL 数字证券有限公司	2020/12/15	• OSL 集团全资子公司
Hash Blockchain Limited	2022/11/09	• Hashkey 全资子公司
香港虚拟资产交易所有限公司	2024/10/03	• 现有 OTC、交易平台、托管服务，专注于证券型代币及 RWA 服务。CEO 曾任先锋集团加密资产平台 CEO
香港数字资产交易集团有限公司	2024/12/18	• 太极资本旗下公司，创始人曾于港交所任职。预计将在 RWA 方面进行更多尝试
云账户大湾区科技（香港）有限公司	2024/12/18	• 线上人力资源服务企业云账户子公司
DFX Labs	2024/12/18	• 连连数字全资子公司
EXIO Limited	2024/12/18	• 主要投资人为新浪旗下的华盛资本，九方智投、维信金科参股
猎豹交易（香港）有限公司	2024/12/18	• 富途证券全资子公司。
YAX（Hong Kong）Limited	2025/01/27	• 老虎证券全资子公司
Bullish HK Markets Limited	2025/02/18	• Bullish 全资子公司
Hong Kong BGE Limited	2025/06/17	• HKE Holdings 全资子公司
胜利数码科技有限公司	2026/02/13	• 胜利证券参股公司，定位 to B 虚拟资产交易。

来源：香港证监会，OSL 官网，Hashkey 官网，微软官网，香港 01，披露易，深潮 TechFlow，PR Newswire，Fintech News.HK，国金证券研究所

2025 年，Hashkey 营业收入为 7.2 亿港元，同比增长 0.3%。其中交易促成服务贡献 5.2 亿港元、链上服务贡献 0.8 亿港元、资产管理服务贡献 1.2 亿港元。

图表37：Hashkey 营业收入拆分（单位：亿港元）

	2022	2023	2024	2025
交易促成服务	**-0.1**	**0.5**	**5.2**	**5.2**
——佣金收入	*0.5*	*1.2*	*2.4*	*2.0*
——上币费收入	-	-	*0.3*	*0.5*
——数字资产交易	-	-	*1.3*	*1.9*
——服务费收入	-	*0.1*	*0.8*	*0.5*
——利息收入	-	*0.0*	*0.2*	*0.4*
——数字资产公允价值收入/(亏损)	*-0.2*	*0.4*	*0.2*	*-0.1*
链上服务	**0.7**	**0.8**	**1.2**	**0.8**
——质押及节点验证收入	*0.7*	*0.5*	*0.8*	*0.5*
——Web3 活动收入	-	*0.3*	*0.4*	*0.2*
——其他	*0.1*	*0.3*	*0.1*	*0.1*
资产管理服务	**0.7**	**0.8**	**0.8**	**1.2**
小计	1.3	2.1	7.2	7.2

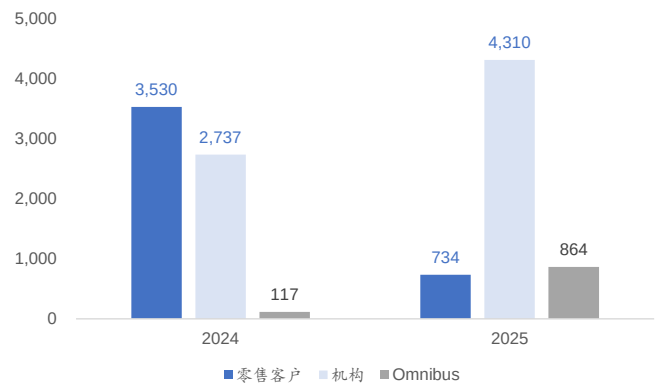
来源：Hashkey 官网，国金证券研究所

Hashkey 2025 年交易量为 5,908 亿港元，同比下滑 7.5%，主要系零售客户的交易活动减少，百慕大交易量下滑明显；而机构及 Omnibus 平台的交易量增长。2025 年来自中国香港的交易量达 5,300 亿港元，同比增长 72.3%。Hashkey 的中国香港交易所平台支持 27 个现货交易对，百慕大平台支持 65 个现货交易对。费率方面，公司仅公布了 2024 年的数据，零售、机构、Omnibus 交易佣金分别为 0.08%、0.04%、0.04%。

除了中国香港和百慕大，公司还在新加坡、日本、阿联酋、爱尔兰获得牌照，但尚未在日本和爱尔兰正式开始运营。

万物交易所方面，Hashkey 主要开展 RWA 相关业务，包括金融产品、房地产、供应链 RWA 的发行、交易、理财销售等。至 2025 年底，Hashkey 部署的 11 种代币化产品的总值约 20 亿港元。

图表38：Hashkey 交易额拆分（单位：亿港元）



来源：披露易，国金证券研究所

图表39：Hashkey 万物交易所布局

类别	具体权益
RWA	• ETF：托管博时 Hashkey 比特币&以太币 ETF；推出全球首批代币化货币市场 ETF 博时港元&美元货币市场 ETF；为 ETH ETF、ETH DAT 提供质押。 • 代币化证券：广发证券（香港）在 HashKey Chain 上发行基于其信用支持的代币化证券。 • 房地产：支持了中国香港首个房地产 RWA 项目的代币化部署与发行。 • 供应链：盛业在 Hashkey Chain 上发行了亚太区首个供应链 RWA 项目。
资产管理	• 截至 2025 年末，公司在管资产规模约 72 亿港元。
理财	• 提供 3 款数字化资产产品，包括短期资产支持代币化票据、博时美元&港元货币市场 ETF。

来源：披露易，中国基金报，BlockBeats，国金证券研究所

3.7 OSL：向全球加密支付及交易平台转型

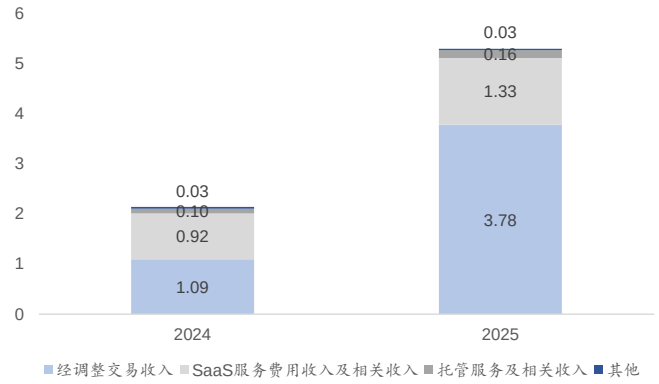
OSL 的大股东 BGX 也是全球头部交易所 Bitget 的母公司，目前正在从立足香港的数字资产交易所转型为全球加密支付及交易平台。OSL 是首家获得中国香港虚拟资产交易牌照的公司，于 2023 年 8 月与 Hashkey 同日成为香港首批可面向零售投资者提供加密货币交易服务的持牌平台。

2025 年公司营收为 4.9 亿港元，调整数字资产公允价值变动及亏损净额后的营收为 5.3 亿港元；交易额同比增长 200.7%至 2,012 亿港元，平均交易费率约 0.17%。此外，公司为华夏、嘉实发行的加密货币 ETF 提供托管服务。

2025 年 OSL 加速全球布局。2 月收购日本加密交易所 CoinBest 81.38%的股权；6 月以 1,500 万美元收购印尼持牌数字资产交易所 Evergreen Crest 90%的股份，获得现货与衍生品的交易许可，并成为印尼数字资产基础设施开发商 ICEx 创始股东之一。目前，OSL 集团在 11 个司法管辖区拥有 50 多个牌照。

除了传统加密资产服务之外，OSL 将更多资源向支付业务倾斜。2025 年 3 月，公司以 0.1 亿美元收购总部位于意大利的 OSL Pay。OSL Pay 与加密交易所 WEEX 和 MEXC 在欧洲开展合作，至 2026 年 1 月，约 83%推荐流量来自 weex.com、12%来自 mexc.com。此后，OSL 陆续推出发行平台 StableX、公司运营的加密货币 USDGO、多种加密货币与美元无缝兑换的基础设施 Stable Hub、RWA 机构代币化平台 Tokenworks、以及机构支付解决方案 BizPay。2026 年 1 月，公司完成对 Banxa 的战略收购，支持跨 150 个国家或地区的 30 多种法币、100 多条区块链及 200 多种数字资产。

图表40：OSL 营收结构拆分（单位：亿港元）



图表41：OSL 支付基础设施布局

类别	具体权益
OSL Pay	• 主要进行法币与加密货币兑换。支持 120 多个主要法币与数字资产交易对，每天处理超过 4 万笔订单。2025 年上半年成立不到 3 个月，就贡献了集团总收入的近 30%。
OSL BizPay	• 为企业和机构提供合规的支付解决方案，实现跨境资金安全、高效、合规的流转。
StableX	• 为金融机构打造的与法币挂钩加密货币发行和管理平台，提供发行、托管、分发等服务。
Tokenworks	• 机构代币化平台，为资产管理人、经纪人和基金提供合规资产代币化的集成解决方案。
USDGO	• 专注机构结算和企业支付，首批价值 0.5 亿美元的 USDGO 已部署在 Solana 公链上。与美元 1:1 兑换，满足美国联邦监管要求
Stable Hub	• 合规美元 1:1 兑换的加密货币交易基础设施，支持多币种与美元之间零滑点兑换，首批支持 USDGO、RLUSD、USDC 和 USDT。

来源：披露易，国金证券研究所
说明：经调整交易收入=数字资产交易收入+数字资产公平值亏损净额+自动化交易服务-调整用于促进数字资产交易业务的数字资产收益净额。

来源：OSL 官网，老挝时报，美通社，PR Newswire，Kucoin，国金证券研究所

4. 小结及投资建议

无论是加密交易所、传统交易所还是传统券商，都在资产端以及资金端构建链上交易能力、扩充交易品类、拓展地理范围。当前万物交易所的发展仍处于早期阶段，加密交易所仍受到加密行业周期波动的影响，我们认为加密周期的影响会随着未来预测事件、代币化股票、RWA 等资产品类的扩充而减小。我们建议关注月活用户数较高、用户资产体量较大的区域龙头，如 Robinhood、Coinbase、Figure 等。

图表42：7 家加密交易所加密业务对比分析

公司	加密交易额（亿美元）	加密平均交易费率	加密交易营收（亿美元）	加密交易营收占总营收比重	月活用户数（百万人）	特色
Coinbase	12,210	0.33%	40.6	59%	9.2	· 与 Circle 合作分发 USDC，获得 USDC 利息分成； · 收购了全球头部加密期权平台 Deribit； · 获得 OCC 有条件批准，子公司作为联邦特许信托银行运营； · 向美国投资者提供股票、大宗商品、预测市场交易； · 向电商、企业、AI Agent 推出支付服务。
Bullish	7,280	0.016%	1.3	45%	-	· 主要服务机构，特点是自营做市，未来希望帮助 RWA 提供发行及做市服务； · 拥有头部加密媒体 CoinDesk，提供指数参考标准。
Robinhood	2,438	0.37%	9.0	20%	13.0	· 采用出售订单流的模式，从股票、期权等传统资产交易平台向加密资产转型； · 资产端通过建设 Gold 会员体系、推出 IRA 匹配等增加用户粘性。
Gemini	527	0.19%	1.0	56%	0.6	· 聚焦美国，正在迁移交易业务开展主体； · 发展信用卡及预测市场业务。
Figure	175	-	-	-	-	· RWA 发行、交易、证券化一站式平台，目前专注房屋抵押贷款，未来想物业租金贷款、汽车贷款、股权、股票等品类拓展。
Hashkey	754	0.068%	0.5	56%	-	· 中国香港头部交易所之一，未来向 RWA 领域拓展。
OSL	257	0.188%	0.5	71%	-	· 向全球支付与交易平台全面转型。

来源：Coinbase 官网，Circle 官网，Coinlaw，PYMNTS，Yahoo Finance，Bullish 官网，The ICE 官网，Robinhood 官网，Gemini 官网，CoinDesk，Figure 官网，GlobeNewswire，中国银行，披露易，国金证券研究所
说明：1）加密交易额、平均交易费率、加密交易营收、加密交易营收占总营收比重、月活用户数均为 2025 年数据；2）Bullish 的加密交易额为加密货币现货交易额，加密交易营收和平均交易费率包含了期权和期货，加密交易营收为剔除了成本的净营收；3）Gemini 的月交易活跃用户为 2025 年 Q4 的数据；4）根据 2026 年 4 月 9 日外汇交易牌价，港元：美元=7.84：1；5）Hashkey 的加密交易营收=佣金收入+数字资产交易收入-数字资产公允价值亏损（收益）；6）OSL 的交易收入为经调整交易收入，经调整交易收入=数字资产交易收入+数字资产公平值亏损净额+自动化交易服务-调整用于促进数字资产交易业务的数字资产收益净额。加密交易营收占总营收比重=经调整交易收入/来自数字资产及区块链平台业务的经调整非国际财务报告准则收入。加密平均交易费率=经调整交易收入/交易额。

图表43：加密交易所、传统交易所及头部券商估值对比（单位：亿美元）

公司	代码	市值	2026 年预期营收	2026 年预期净利润	P/S	P/E	2026 年经调整净利润	经调整 P/E
Coinbase	COIN.O	446	69.9	9.2	6.4	48.7	24.2	18.4
Bullish	BLSH.O	54	3.0	0.7	18.3	79.4	1.6	33.8
Robinhood	HOOD.O	631	53.1	20.8	11.9	30.4	30.1	20.9
Gemini	GEMI.O	6	2.6	-3.7	2.2	-	-0.1	-
Figure	FIGR.O	71	7.2	2.2	9.9	32.8	3.8	18.5

Hashkey	3887.HK	16	1.2	-0.9	13.9	-	-	-
OSL	0863.HK	16	1.2	-0.2	14.0	-	-	-
纳斯达克	NDAQ.O	479	57.1	19.1	8.4	25.1	34.0	14.1
ICE	ICE.N	917	108.5	37.7	8.5	24.3	44.1	20.8
香港交易所	0388.HK	661	38.9	23.8	17.0	27.8	25.9	25.5
盈透证券	IBKR.O	321	69.1	11.1	4.6	29.0	11.2	28.6
嘉信理财	SCHW.N	1,704	267.1	100.7	6.4	16.9	103.4	16.5

来源：Bloomberg，中国银行，国金证券研究所
说明：1）根据 2026 年 4 月 9 日外汇交易牌价，港元：美元=7.84：1；2）市值选取截至 2026 年 4 月 9 日的收盘市值；3）对 2026 年的营收和净利润预期均选取彭博一致预期；4）Bullish 的 2026 年预期营收为净营收。

5. 风险提示

■ 全球宏观及流动性风险

若美联储或其他全球主要经济体降息不及预期、财政预算收紧、或量化紧缩，可能对全球流动性产生影响，从而影响 Web3 市场的表现。

■ 全球 Web3 监管政策变化

若全球对 Web3 的监管政策收紧，可能会影响行业的合规化进程，从而影响新增资金的进入和行业流动性。

■ 网络安全风险

若 Web3 主要交易所、项目方、做市商等生态参与者遇到网络安全风险，或者目前的加密技术被新技术破解，可能会对行业的发展产生影响。

■ 金融衍生品风险

由于 Web3 行业合规仍处于初期，对金融衍生品监管较少，若部分金融衍生品出现流动性、挪用项目资金、行情下跌下的穿仓等事件，则可能会影响基于此金融衍生品的相关生态参与者。

■ Web3 机构法律合规风险

若 Web3 主要交易所、项目方、做市商等生态参与机构遇到挪用客户资金、非法经营、内部交易等法律合规风险，可能会对行业发展带来不利影响。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究